



中航证券研究所
分析师：张超
证券执业证书号：S0640519070001
分析师：王宏涛
证券执业证书号：S0640520110001
电话：010-59562525
邮箱：wanght@avicsec.com

板块内中小个股活跃，指数调整影响测算

行业分类：军工

2021年6月20日

行业投资评级	增持
基础数据 (2021.06.18)	
中证军工龙头指数	3632.58
近一周涨跌幅	+1.39%
军工行业 PE	66.45
军工行业 PB	3.71
近五年中证军工龙头指数走势对比图	
<p>资料来源：wind, 中航证券研究所</p>	
近五年军工行业 PE-band	
<p>资料来源：wind, 中航证券研究所</p>	

➤ **本周行情**

中证军工龙头指数 (+2.23%)，行业 (申万) 排名 (2/28)；
上证综指 (-1.80%)，深证成指 (-1.47%)，创业板指 (-1.80%)；
涨幅前五：晨曦航空 (+31.29%)、海特高新 (+19.73%)、旋极信息 (+17.38%)、盛路通信 (+15.03%)、东华测试 (+14.19%)；
跌幅前五：退市鹏起 (-25.00%)、中国软件 (-5.45%)、西部材料 (-4.39%)、中天火箭 (-3.81%)、大西洋 (-3.65%)。

➤ **重要事件及公告**

6月13日 (当地时间)，七国集团康沃尔峰会闭幕并发表公报，该公报多处谈及中国并在新疆、香港、台湾等问题上对中国提出批评和要求。
6月15日，北斗星通公告，公司拟开展股权激励，拟授予限制性股票 565.00 万股，约占公司总股本的 1.11%。其中，首次激励拟授予公司董事和高级管理人员、公司管理骨干及核心技术 (业务) 人员等 235 人 453.50 万股，约占公司总股本的 0.89%，授予价格为每股 21.24 元。
6月15日，银河电子公告，公司拟出售持有的骏鹏通信和骏鹏智能 100% 股权，以更加突出主业，逐步形成以军工业务为主的产业结构，改变目前产业多而小的现状，进一步提升公司的核心竞争力。
6月17日，神舟十二号载人飞船发射圆满成功，与天和核心舱完成自主快速交会对接后，神舟十二号 3 名航天员顺利进驻天和核心舱，标志着中国人首次进入自己的空间站。
6月17日，光启技术公告，公司近日收到子公司光启尖端的通知，光启尖端与客户签订了 1.02 亿元的超材料产品的批产合同。
6月18日，空军发布消息，国产新一代隐身战斗机歼-20，列装人民空军多支英雄部队。

➤ **投资建议**

一、核心观点

在上周军工板块呈现出“前高后低”后，本周军工板块表现强势，国防军工 (申万) 指数涨幅位居全行业第 2，我们认为原因有三：

1、本周四，中国在酒泉卫星发射中心发射神舟十二号载人飞船，将聂海胜、刘伯明、汤洪波 3 名航天员送上太空，中国航天已经迈入空间站时代，对军工板块形成了消息面上的刺激；

2、七国集团峰会后，发布的联合公报涉华，或导致中美博弈的进一步

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

发酵再次点燃市场情绪；

3、建党“百年大庆”在即，市场活跃资金再次活跃于军工行业。

从5月至今军工板块上市公司涨幅排行来看，除去航发动力及中航沈飞外，涨幅居前的8家上市公司均属于创业板或科创板，其在4月底的市值均低于80亿元，体现出了近期市场投资风格已不再是“抱团”大市值上市公司，而是开始对“**小票**”有所青睐，这也跟同期创业板、科创板的强势表现不无关系。

图表 1: 5月以来股票涨幅排行情况

排名	证券代码	证券名称	5月以来涨幅(%)	4月底市值(亿元)
1	300581.SZ	晨曦航空	80.60%	49
2	300397.SZ	天和防务	69.41%	58
3	300722.SZ	新余国科	51.65%	62
4	300123.SZ	亚光科技	50.58%	78
5	300324.SZ	旋极信息	50.32%	54
6	600893.SH	航发动力	42.49%	1,010
7	688636.SH	智明达	38.40%	35
8	300353.SZ	东土科技	38.30%	31
9	600760.SH	中航沈飞	35.89%	809
10	300447.SZ	全信股份	34.94%	34

数据来源: wind, 中航证券研究所(注: 数据截至2021年6月18日)

行情判断方面，一方面，军工板块在年初至4月份“四连阴”非理性超跌后，价值凸显，5月份上涨14.82%，行业涨幅第一，板块人气再次大幅回升，随着大宗商品价格普遍回落，市场通胀预期走弱，对货币政策收紧的担忧缓解，市场风险偏好回升，有利于军工板块的上涨。另一方面，“百年大庆”之际，市场活跃资金对军工关注度提升，再加上相关消息刺激，一些高成长“小票”以及低估值上市公司有望在市场青睐下表现出众。**我们认为军工再次出现一蹴而起、一气呵成的急涨和大涨可能性较小，更为可能是随着业绩的逐步兑现，市场对军工基本面的信心重新建立，军工行业或将震荡上行。**

融资余额方面，本周两市融资余额继续创出2015年高点下跌后5年来的新高，军工行业的融资余额也周同比小幅增长，总体处于2016年以来的高位，这种情况容易造成大盘及军工的**波动加大，或导致宽幅震荡。**

增量资金方面，基于上交所和指数公司最新一期的定期调整安排，我们对规模超过10亿元的宽基ETF产品以及军工被动基金进行了统计和测算，相关上市公司中影响较大的如下表所示。可以看出，光启技术、北摩高科、紫光国微增量资金居前。

图表 2: 军工上市公司受到指数调整的影响情况

序号	资金净流入排序		资金净流出排序	
	股票名称	资金变化(亿元)	股票名称	资金变化(亿元)
1	光启技术	11.31	旋极信息	-3.70
2	北摩高科	7.31	中国长城	-3.14
3	紫光国微	4.72	光威复材	-1.56
4	航发动力	3.92	中国卫星	-1.54
5	中国软件	2.09	中简科技	-1.09
6	洪都航空	1.80	光电股份	-0.24
7	宏达电子	1.20		
8	三角防务	1.18		

资料来源: wind, 中航证券研究所

近十年, 军工行业出现过四次“月线四连阴”: 第一次是 2015 年牛市见顶后; **第二次**是 2016 年“熔断”期间; 第三次 2017 年后半年, 军品定价机制改革消息甚嚣尘上, 市场对其影响一时难以判断, 叠加军改阵痛期军工行业经历业绩+估值“双杀”; **第四次**是 2021 年初至今的四个月。

对于此次“月线四连阴”, 我们观点如下。2020 年中后, 不到半年时间, 军工行业最大涨幅近 70%, 涨幅大、涨速急, 军工行业在沉寂五年后可谓是久旱逢甘霖。由此带来三方面的问题, 一是短期买入的资金浮盈较多, 兑现冲动较强; 二是大量中长线“筹码”也有减持冲动, 如前期定增资金、质押率较高股东等; 三是行业基本面在短期内已出现一定程度的透支。

当前时点当前位置, 军工板块的业绩和估值基本匹配, 且随着业绩兑现消化估值后将显得足够便宜, 高增长的持续性和确定性比较优势极大, 继续下跌的可能性较小, 宜择机配置。

①看短期, 随着年报、一季度报告等发布完毕, 以及半年报订单和业绩的兑现, 军工行业的高景气将再次得到确认, 个别公司短期业绩不及预期, 更多是短期原因, 而不足以否定全行业的景气程度;

②看长期, 百年强军目标叠加中美关系不确定性, 未来五到十年, 军工行业高增长的持续性、确定性, 是大部分行业难以比拟的, 长期投资价值也是确定的、无疑的, 我们应重塑并且坚定对军工行业基本面的信心。

国务院发布《国务院关于深化“证照分离”改革进一步激发市场主体发展活力的通知》, 简化多项军工事项审批流程

《通知》中多项军工事项审批流程做了简化调整, 涉及保密、科研生产、军品出口、计量等多个领域。其中**武器装备科研生产单位三级保密资格认定直接取消审批**。具体内容为将武器装备科研生产单位保密资格由三级调整为两级, 取消三级资格, 相应调整二级资格的许可条件。对于这一点市场关注度比较高, 我们认为这一调整将有利于相关军工企业拓展产品谱系, 而不会由于只办了三级而无法研发更高保密层级产品等, 利好企业

的纵向发展；而新的二级资格标准要求可能将严格于现有的三级资格标，也会出现部分企业难以达到标准而无法取得保密资质。总体来看，《通知》中对于军工事项的调整，将明显简化原有军工审批申请流程，为更多参军企业降低门槛，鼓励竞争。

6月10日，国务院国资委召开全国国有产权管理工作会议，会上国务院国资委党委委员、副主任赵爱明强调，近期工作重点要放在推动混改企业转机制取得新突破、提高国有控股上市公司质量、强化重大风险防范、扎实开展挂靠问题综合整治和加强产权管理基础工作上，细化工作举措，确保相关部署落实落地。其中：

推动混合所有制企业转换经营机制取得新突破方面：一要全面落实国企改革三年行动实施方案确定的各项混改任务，紧盯重点问题攻坚克难，把握关键要点，明确量化标准，确保2021年底完成三年改革任务的70%以上；二要把混改重点放在经营机制转换上，发挥战略投资者在公司治理、企业经营等方面的积极作用，对符合条件的企业实施差异化管控，推动混改企业率先推行灵活高效的市场化经营机制，全面完成董事会配齐建强、经理层成员任期制和契约化管理、深化三项制度改革、中长期激励政策能用尽用、加强党建等改革任务；三要加强全过程监督，确保引资本过程依法依规，注重混改后企业管控，依法履行股东权利，防止“失控失管”。

提高国有控股上市公司质量方面：一要落实国企改革三年行动关于促进上市公司股权结构优化、治理结构完善的要求，推动具备条件的上市公司引入积极股东参与公司治理，力争在2021年形成一批典型项目，为健全具有中国特色的国有控股上市公司治理机制探索最佳实践；二要积极培育和推动更多符合条件的企业在科创板上市，用好资本市场助力科技创新，打造科技创新的“国家队”；三要继续推动更多优质资产进入上市公司，促进重点行业和企业以上市公司为平台开展专业化整合，持续优化上市资产运营质量和产业布局，不断提升上市公司价值创造能力。四要提升信息披露水平，推动开展业绩说明会等投资者沟通工作，丰富创新信息传递方式，引导市场合理预期，增强投资者认同，切实提升上市公司价值实现能力。

二、中国空间站将进入快速建设期，有望惠及相关上市公司业绩

本周四（6月17日），我国在酒泉卫星发射中心，运用长征二号F运载火箭，将搭乘着神舟十二号载人飞船的聂海胜、刘伯明、汤洪波三名航天员顺利送入太空。这是中国在时隔五年之后，再度将航天员送入太空，也是中国迈进空间站在轨建造时代以来，首度将航天员送入中国空间站。

从目前，我国载人航天工程的飞行任务来看，伴随2020年长征五号B运载火箭的首飞成功（2019年末长征五号运载火箭复飞成功），我国载人航天工程第三步任务的推进已经进入了快车道。

图表 3: 我国载人航天工程飞行任务

序号	时间	任务名称	任务概况
1	2021.06	神舟十二号载人飞船飞行任务	载人航天工程第三步中的首次载人飞行任务
2	2021.05	天舟二号货运飞船飞行任务	空间站货物运输系统的第一次应用性飞行
3	2021.04	空间站天和核心舱飞行任务	中国空间站在轨组装建造全面展开
4	2020.05	长征五号B运载火箭首飞任务	拉开载人航天工程第三步任务序幕
5	2016.06 2016.09 2016.10 2017.04	空间实验室飞行任务	由四次飞行任务（长征七号首飞、天宫二号飞行任务，神舟十一号载人飞行任务以及天舟一号飞行任务）组成，为空间站建设运营积累经验
6	2013.06	天宫一号与神舟十号	为载人航天第二步第一阶段任务画上圆满的句号
7	2012.06	天宫一号与神舟九号	载人航天第二步任务取得重大成果
8	2011.11	天宫一号与神舟八号	标志着我国空间交会对接技术取得重大突破
9	2008.09	神舟七号	实现了航天员出舱活动和小卫星伴飞
10	2005.10	神舟六号	实现了两人多天飞行
11	2003.10	神舟五号	实现了一人一天飞行
12	2002.12	神舟四号	飞船系统配置功能及技术状态与载人飞船基本相同
13	2002.03	神舟三号	飞船和运载火箭系统基数进一步提高
14	2001.01	神舟二号	试验我国第一艘正样无人飞船
15	1999.11	神舟一号	载人航天工程第一次飞行试验

资料来源：中国载人航天工程官方网站，中航证券研究所整理

根据载人航天工程办公室主任助理季启明在发布会上的介绍，按照空间站建造任务规划，今明两年将实施 11 次飞行任务，包括 3 次空间站舱段发射，4 次货运飞船以及 4 次载人飞船发射，2022 年完成空间站在轨建造，建成国家太空实验室，之后，空间站将进入到应用与发展阶段。根据任务规划，扣除 2021 年目前我国已经开展的空间站建设任务，在 18 个月（至 2022 年底）内，还将有 2 次空间站舱段发射、3 次货运飞船以及 3 次载人飞船发射任务，即约 2 个月需要执行一次发射任务。

总体来看，我们认为，空间站建设作为载人航天工程“三步走”发展战略中的最后一步，相关“箭”与“船”等整机的可靠性、技术先进性相比于其他航天工程或更高。其产业链上游的各类元器件和部组件技术附加值或更大，未来，伴随我国空间站建设任务的密集开展，有望惠及参与空间站工程中，“箭”“船”等整机装备零部件、部组件相关项目的上市公司业绩。

三、军工行业供给侧与需求侧的变化

站在当前时点，我们认为，2020年，虽经历了疫情和中美博弈，军工行业“刚需”优势已凸显，中高速增长业绩足够亮眼。时不我待，只争朝夕，2021年是“十四五”的开局之年，距离2027年建军百年奋斗目标7年，距离2035年基本实现国防和军队现代化15年。博观约取，厚积薄发，经过几十年积淀与投入，我国军工行业已经基本具备了“内循环”的技术基础和物质条件，未来10到15年将是武器装备建设的收获期和井喷期。军工行业迎来了黄金时代和红利期，将真正显现出其成长价值。

军工行业的需求侧和供给端正在发生若干方面的重大变化，我国国防建设和军工行业发展将迎来规模性快速增长和结构性转型升级，在数量、质量和结构三个维度都将展现出实质性的重大变化和历史性的发展机遇。

军工行业需求侧的变化体现在：

- ① 练兵备战的紧迫性：实战化训练导致耗损增加，备战带来武器装备快速提质补量；
- ② 军改结束后增长的恢复性：改革接近尾声，需求补偿增长；
- ③ 信息化、现代化、智能化的必要性：军工行业借助“三化”，将迅速弥补缺口，在部分领域实现反超甚至领跑；
- ④ 自主可控的必然性：军工行业具有天然的自主可控属性，当前局势倒逼自主可控提速。

军工行业供给侧的变化体现在：

- ① 供给主体：军工国企通过深化改革实现高质量发展；民参军企业困境已过，成长天花板大幅抬升，并因其规模的低基数，表现出更大的业绩弹性；
- ② 供应链：加强供应链的安全性和完善性，加快突破核心技术和关键环节的“卡脖子”短板问题，确保产业安全和战略主动；
- ③ 产能：当前处于产能扩张早期，预计民企扩张意愿更强、扩张速度更快，成为行业快速扩产的重要力量，国企将在关重件业务上承担主要角色；
- ④ 资金支持：军费中的装备费持续支持；一级市场和二级市场有效补充。

四、军工行业的估值

对军工行业的估值探讨是难以回避的，估值过高也是长久以来军工行业最被关注的问题。站在当前时点，我们对估值问题有如下分析和判断：

① 相比较其余行业，军工行业业绩增长优势明显

在疫情之下，军工行业依然取得了优异的业绩表现，在“十四五”以及相当长的一段时期内，军工行业业绩维持中高速增长的确切性，是其它行业难以企及和比拟的。

② 军工行业当前估值再次回归相对低位

绝对估值看，军工行业估值不贵。军工行业仍处相对低估值。截至2021年6月18日，军工行业PE为66.45倍，处于2014年以来的40.51%分位。考虑到军工行业高景气度以及中美紧张关系，长期来看是持续性的，基本面和情绪面对军工行业构成显著支撑；相对估值看，军工行业估值偏低，

创业板、电子行业、计算机行业和白酒板块的 PE 比值分别为 24.60%分位、37.09%分位、39.63%分位和 6.22%分位。

③ 军工行业估值可消化

选取中航沈飞、中航西飞、中直股份、中国卫星、航发动力、四创电子、国睿科技和内蒙一机作为军工行业代表性企业进行测算，若保持年复合 20%的增长率，8 家公司 2025 年 PE 均值为 25.7 倍；若保持年复合 25%的增长率，8 家公司 2025 年 PE 均值为 20.5 倍；若保持年复合 30%增长率，8 家公司 2025 年 PE 均值为 17.2 倍。

④ 军工行业资产注入的隐含期权依然存在

军工集团优质资产大量存在于体外，资产重组依然是各军工集团资产证券化的重要手段之一，资产注入的可能性始终会为军工行业带来其他行业难以具备的投资价值。

五、建议重点关注五个方向

军机：需求明确且配套日趋成熟，行业业绩拐点向上

我国空军正在按照“空天一体、攻防兼备”的战略要求，加快实现国土防空型向攻防兼备型转变，提高战略预警、空中打击、防空反导、信息对抗、空降作战、战略投送和综合保障能力，旨在建设一支强大的现代化空军。在可得数据的基础上，可以发现，航空装备增速 > 装备费增速 > 军费支出增速 > GDP 增速。

导弹：真打实练，消耗激增

无论从内需还是出口来看，我国导弹武器装备市场需求都有望总体保持稳定且快速的增长。国内装备需求方面，在军队全面加强练兵备战工作、加大实战化演习的背景下，导弹作为现代化军队不可或缺的消耗性武器装备，其需求有望伴随我国装备费用的稳定增长而保持稳定且持续的增长；国际军贸方面，20 世纪以来全球军贸的稳定增长趋势有望在未来得到延续，全球军贸增速甚至可能会出现快速提升。

北斗：北斗三号星座部署完成，“北斗+”以及“+北斗”产业融合升级

2020 年 7 月 30 日，北斗三号全球卫星导航系统建成暨开通仪式在北京举行，标志着工程“三步走”发展战略取得决战决胜，我国成为世界上第三个独立拥有全球卫星导航系统的国家。目前，全球已有 120 余个国家和地区使用北斗系统。我们认为，在当前北斗空间段已经完成建设，卫星应用开始向民用领域快速拓展，北斗应用产业将有望在十四五期间呈现景气度发展，值得重点关注。

卫星互联网：列入“新基建”，有望成为“十四五”重点发展领域

2020 年 4 月，卫星互联网被国家发改委划定为“新基建”信息基础设施之一，2021 年 4 月，中国卫星网络集团有限公司成立，其或将是统筹、规划及运营我国低轨卫星互联网的“国家队”，对我国卫星互联网产业的发展，特别是低轨卫星互联网领域的发展，起到带头引领的作用。而我国低轨卫星互联网星座部署较国外存在一定滞后，亟需加速建设低轨卫星互联网空间基础设施以占据频率及轨道，而高轨卫星互联网在航空互联网及海洋互联网领域的应用也有望得到拓展。长期来看，卫星互联网有望成为“十四五”期间的重点发展领域。

军工电子：自主可控与国防信息化共同驱动快速增长

《新时代的中国国防》白皮书中提到，中国特色军事变革取得重大进展，但机械化建设任务尚未完成，信息化水平亟待提高，军事安全面临技术突袭和技术代差被拉大的风险，军队现代化水平与国家安全需求相比差距还很大，与世界先进军事水平相比差距还很大。目前，军工领域存在“短卡控”问题，自主可控尤为关键，同时，“十四五”期间国防信息化有望提速，以上都将驱动军工电子高景气度发展。

六、建议关注的细分领域及个股

军机等航空装备产业链：

战斗机、运输机、直升机、无人机、发动机产业链相关标的，**航天彩虹**、**纵横股份**（无人机）、**光威复材**、**中简科技**（碳纤维复合材料），**抚顺特钢**、**钢研高纳**（高温合金），**宝钛股份**（钛合金），**铂力特**（3D打印），**爱乐达**（航空制造）等；

航天装备产业链：

航天电子（测控+无人机+导弹），**航天电器**（连接器），**中国卫星**（卫星总体设计制造），**海格通信**（北斗）；

信息化+自主可控：

紫光国微（军工芯片），**川大智胜**（空管自动化系统）、**国睿科技**、**四创电子**（雷达），**火炬电子**、**宏达电子**（军工电子），**中国长城**、**中国软件**（信创）。

七、风险提示

- ① 疫情发展不确定，导致国内宏观经济承压，军费投入力度降低；
- ② 改革后军方用户组织架构调整，导致需求变化，部分已推迟或取消的订单可能不会重启；
- ③ 国企改革进度不及预期，院所改制、混改、资产证券化等是系统性工作，很难一蹴而就；
- ④ 军品研发投入大、周期长、风险高，型号进展可能不及预期；
- ⑤ 随着军品定价机制的改革，以及订单放量，部分军品降价后相关企业业绩受损；
- ⑥ 行业高度景气，但如若短时间内涨幅过大，可能在某段时间会出现业绩和估值不匹配。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

分析师简介

张超，SAC 执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券金融研究所首席分析师。
王宏涛，SAC 执业证书号：S0640520110001，航天二院博士，中航证券研究所军工行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代替行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。